

Corporate Credit Monthly Update

Décembre 2023

Europe

En Europe, l'inflation continue son ralentissement, au-delà des attentes des économistes. Elle est tombée à 2,4% en novembre, contre un plus haut de 10,6% l'année dernière. L'inflation de base est notamment passée de 4,2% à 3,6%, alors que celle-ci restait obstinément élevée ces derniers mois. Malgré cette bonne tendance, les effets de l'inflation sur les deux dernières années ont considérablement réduit le niveau de vie des ménages, avec une baisse sans précédent depuis les années 70. Les salaires européens n'ont pas encore suivi la hausse des prix, ce qui entraîne un appauvrissement généralisé depuis la fin de l'épidémie de Covid-19. Sur le front géopolitique, l'actualité est toujours marquée par les conflits, avec un embourbement du côté ukrainien et russe et des opérations toujours en cours de l'armée israélienne dans la bande de Gaza. Au niveau des entreprises, les grandes capitalisations européennes ont connu des résultats en recul pour le 3^e trimestre.

Dans ce contexte morose, les marchés du crédit ont connu une très belle performance en novembre, notamment sur le Haut Rendement. Cette performance a été soutenue à la fois par un resserrement des spreads et par une détente sur les taux, même si en Europe, elle a davantage été le fait de la compression des spreads de crédit. Ils ont ainsi chuté de 58 points de base, tandis que le Bund à 10 ans reculait de 35 points à 2,45%. L'écartement des spreads du mois d'octobre aura été complètement contrebalancé par le resserrement de ce mois-ci avec un retour sur les niveaux de septembre. La baisse des taux a largement profité aux titres à plus forte duration. Hormis l'immobilier, aucun autre secteur n'était à la baisse en Europe, et les médias ont connu la meilleure performance. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 6,92%.

Aux Etats-Unis, l'inflation a continué également à refluer. Les commentaires de la FED sur le plan macroéconomique sont restés équilibrés en novembre, en ligne avec le ton qu'elle avait adopté lors du mois précédent. Tout en soulignant que l'inflation est toujours supérieure à l'objectif fixé, elle a reconnu que sa politique monétaire restrictive exerçait une pression négative au ralentissement sur l'économie. La charge des taux d'intérêt plus élevés a déjà été ressentie par les entreprises américaines. Le taux de défaillance augmente, ce qui laisse présager d'autres difficultés si la politique monétaire reste trop longtemps restrictive. Les marchés anticipent désormais à plus de 50 % la probabilité d'une baisse des taux d'intérêt dès mars 2024, soit le niveau de probabilité le plus élevé depuis un an. Le marché du travail reste robuste, avec une baisse du chômage sur novembre et une croissance annuelle des salaires qui permet de compenser l'inflation, contrairement à l'Europe.

Sur les marchés obligataires, le taux du Trésor américain à 10 ans a reculé de 60 points de base à 4,33% fin novembre. Comme en Europe, les marchés des obligations d'entreprises ont connu un très beau mois. La compression des spreads de crédit et la détente sur les taux ont joué à part relativement égale sur cette performance. Les spreads ont chuté 66 points de base, et la santé et la technologie ont été particulièrement robustes. Le rendement offert par l'indice corporate américain s'établit en fin de mois à 7,76%.

Etats-Unis

Emergents

Dans les pays émergents, l'actualité a été dominée par les conflits géopolitiques, ainsi que par l'élection d'un nouveau président en Argentine, Javier Milei. Héritant d'un pays en désarroi, celui-ci a promis de mener une politique de coupe « à la tronçonneuse » dans les dépenses de l'Etat. La Chine continue d'inquiéter avec une nouvelle contraction de la production manufacturière. Celle-ci est doublée d'une contraction dans le secteur des services, la première sur les 12 derniers mois. La banque centrale chinoise devrait continuer à stimuler l'économie afin d'atteindre l'objectif des 5% de croissance annuelle du PIB, mais elle est de plus en plus contrainte par un différentiel de taux insuffisant par rapport aux économies développées, qui pourrait entraîner un affaiblissement du yuan et une fuite des capitaux.

Malgré ces signaux mitigés, les marchés financiers émergents ont connu un mois particulièrement fort, avec un retour des investisseurs sur les classes d'actifs risquées. La zone bénéficie notamment du pivot déjà probablement en cours de la FED sur sa politique monétaire. Sur les marchés obligataires, les segments Investment Grade et Haut Rendement ont enregistré des performances positives. La perspective toujours plus probable d'un atterrissage en douceur des économies a notamment permis au Haut Rendement de performer malgré sa duration plus courte. Le rendement de l'indice corporate émergent termine le mois à 10,39%.

Date de rédaction : 11/12/2023

Adevinta (EU)

Adevinta, entreprise norvégienne de médias, a conclu un accord avec Permira et Blackstone en vue d'un rachat total. Le succès de l'opération est soumis à plusieurs conditions, la plus importante étant la réalisation du seuil minimum d'acceptation de 90% (seuil obligatoire en Norvège pour un « squeeze-out »). Le taux d'acceptation est actuellement de 72%. Après la conclusion de l'accord, les obligations à échéance 2025 et 2027 seront remboursées et les facilités de crédit de premier rang de la société seront annulées. L'option de vente en cas de changement de contrôle est fixée à 101% (Permira n'est pas un détenteur autorisé). Comme le financement semble être assuré par le marché des prêts privés, Adevinta pourrait ne plus avoir d'obligations à Haut Rendement en circulation si l'opération est couronnée de succès.

Primo Water Corporation (US)

Primo Water Corporation ("Primo") a annoncé début novembre la vente d'une partie importante de ses activités internationales à Culligan International Company pour un montant global approchant 575 millions de dollars. Primo utilisera une partie du produit de la vente pour rembourser le solde de sa facilité de crédit renouvelable de 350 millions de dollars qui expire en août 2025, tandis que les liquidités restantes donneront à l'émetteur une certaine flexibilité pour investir dans ses activités de distribution d'eau en Amérique du Nord. Selon Moody's, celles-ci offrent en effet de meilleures opportunités. En outre, cela devrait aider Primo à accélérer sa réduction de l'effet de levier vers son objectif financier de moins de 2,5x de la dette nette par rapport à l'EBITDA d'ici 2024 (2,9x au 3^e trimestre 2023).

Digi Communications (EM)

Digi Communications, opérateur de télécommunications roumain, a publié de bons résultats pour le 3^e trimestre 2023. Le chiffre d'affaires a augmenté de +11,5% en glissement annuel pour atteindre 429 millions d'euros, tandis que l'EBITDA ajusté s'est élevé à 151 millions d'euros (+18,5% en glissement annuel), ce qui se traduit par une marge de 35,1% (+200 points de base en glissement annuel). Les dépenses d'investissement ayant augmenté de façon significative cette année, le levier net est en hausse à 2,8x à la fin du 3^e trimestre 2023 (contre 2,3x à fin 2022). L'émetteur a d'autre part annoncé son intention de refinancer ses obligations en euros 2025 au cours du 2^e semestre 2024, car la liquidité reste forte avec près de 210 millions d'euros de trésorerie et environ 100 millions d'euros disponibles sur sa facilité de crédit renouvelable qui expire en avril 2026.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
AMS-OSRAM AG	10.5%	2029	€625M	BB-
Teleperformance	5.89%	2031	€700M	BBB

Etats-Unis

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
GFL Environmental	6.75%	2031	\$1Bn	BB-
Summit Materials	7.25%	2031	\$800M	BB

Emergents

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Arcelik AS	8.50%	2028	\$500M	BB
Mersin Uluslararası	8.50%	2028	\$600M	B

Date de rédaction : 11/12/2023

Publications de notation

Atos	S&P	↘	BB-
Birkenstock	S&P	↗	BB-
Elis	S&P	↗	BBB-
Eutelstat	Fitch	↘	BB
Goodyear	S&P	↘	B+
Jaguar Land Rover	S&P	↗	BB
Renk AG	S&P	↗	B+
TAP	S&P	↗	BB-
VF Corp	Moody's	↘	Baa3
Wepa	Moody's	↗	Ba3

Evénements macro-économiques

Europe

Zone Euro : l'économie de la zone euro s'est légèrement contractée au 3^e trimestre 2023, à -0,1%, en ligne avec les attentes. Le secteur des services a notamment poursuivi sa chute en novembre et la modeste amélioration de l'indice d'activité ne présage pas d'une reprise rapide.

France : le PIB est ressorti en recul de -0,1% au 3^e trimestre par rapport au trimestre précédent, sur fond de baisse du pouvoir d'achat des ménages. Le gouvernement maintient cependant sa prévision pour 2023 à 1% et à 1,4% pour 2024. L'inflation continue de ralentir, à 3,4% en novembre contre 4% en octobre.

Pays-Bas : lors des élections législatives néerlandaises, le parti eurosceptique pour la liberté de Geert Wilders a remporté une large victoire, avec 23,5% des voix. Celui-ci a notamment fait sa campagne sur l'immigration incontrôlée, témoin d'une tendance de fond en Europe.

US & Emergents

Etats-Unis : le taux de chômage a baissé de 3,9% en octobre à 3,7% en novembre à la surprise des économistes, avec 199 000 emplois créés. Les travailleurs restent toujours très demandés et les salaires horaires médians ont augmenté de 4% au cours des 12 derniers mois, croissance supérieure à l'inflation.

Chine : l'activité manufacturière s'est contractée de nouveau en novembre, et ce à un rythme plus rapide que le mois précédent, avec un PMI manufacturier qui ressort à 49.4. Des mesures de relance supplémentaires de la part de la banque centrale sont attendues pour soutenir la croissance et rétablir la confiance dans la capacité des autorités à soutenir l'industrie.

Inde : les prix de détail ont augmenté à leur rythme le plus rapide depuis trois mois en raison de la hausse des prix des denrées alimentaires. Cela renforce les anticipations selon lesquelles la banque centrale n'assouplira pas ses taux d'intérêt prochainement. L'inflation annuelle des prix de détail a atteint 5,55% en novembre, contre 4,87% le mois précédent.

Argentine : un nouveau venu, Javier Milei, a remporté les élections présidentielles avec une majorité de 55,7% des voix, soit le score le plus élevé enregistré lors d'une élection en Argentine depuis 40 ans. Très radical, il a d'ores et déjà promis une politique d'austérité sans précédent, afin de redresser la situation économique catastrophique du pays.

Afrique du Sud : la banque centrale a décidé de maintenir son taux directeur à 8,25% en novembre, conformément aux attentes. Elle a indiqué que les risques d'inflation restent élevés, tandis que les risques sur la croissance intérieure à moyen terme apparaissent modérés. L'objectif principal reste la mise sous contrôle de l'inflation.

Indices de marché

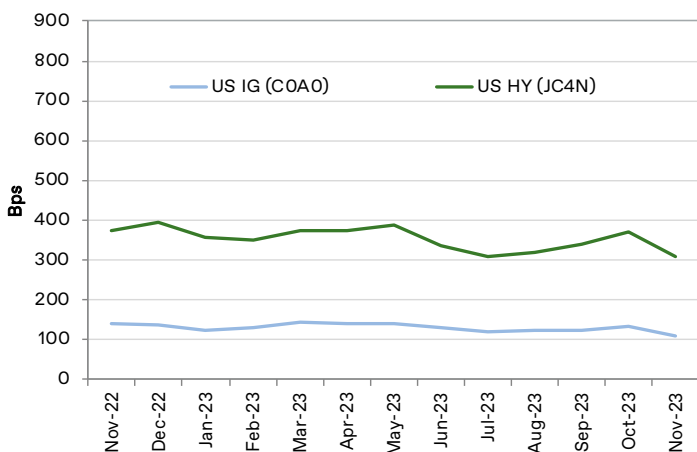
Indices (à fin novembre)		Performance		Duration	Rendement
		MTD	YTD	DTW	YTW
Haut Rendement					
HE00	Haut Rendement Europe	2.86%	8.85%	3.00	7.06%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	4.56%	9.36%	3.73	8.45%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	2.96%	9.60%	2.89	6.92%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	4.53%	8.71%	3.81	7.76%
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	3.68%	4.95%	3.46	10.39%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	2.30%	5.12%	4.43	4.06%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	5.64%	4.18%	6.66	5.68%
EMIC	Investment Grade Emergents	3.72%	3.82%	5.15	5.83%
Obligations d'Etat					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	2.71%	2.99%		2.45%
G4O2	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	4.44%	-0.47%		4.33%

Inflation (à fin novembre)						
Inflation réalisée		Novembre	Octobre	Septembre	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	2.40%	2.90%	4.30%	6.10%	10.10%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		3.20%	3.70%	4.00%	7.10%

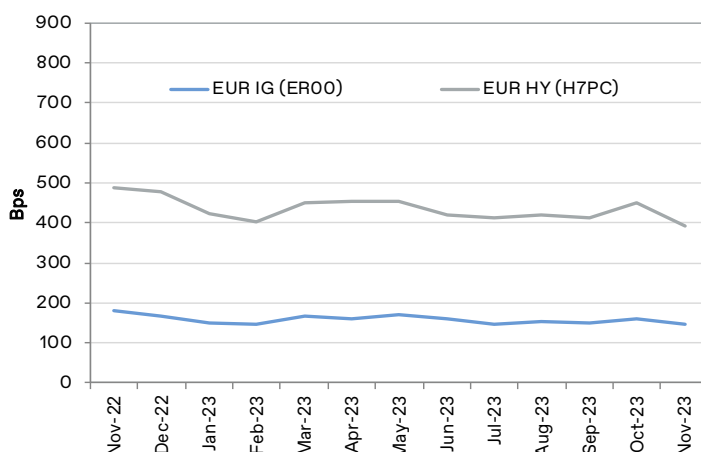
Month-to-date = MTD Duration-to-worst = DTW
 Year-to-date = YTD Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
 Date de rédaction : 11/12/2023

US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

		Novembre	Octobre	Septembre	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	148	161	154	180
HE00	Haut Rendement Europe	438	488	453	519
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	407	459	421	495
ER30	Titres notés A Europe	130	142	135	152
ER40	Titres notés BBB Europe	173	188	179	216
HE10	Titres notés BB Europe	333	378	353	400
HE20	Titres notés B Europe	495	556	504	628
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	113	134	127	146
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	397	446	411	461
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	329	381	353	390
COA3	Titres notés A Etats-Unis	95	117	110	121
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	142	164	155	181
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	254	305	290	315
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	418	480	434	492
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	139	153	149	192
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	598	642	597	760
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	105	110	108	138
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	197	220	214	267
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	373	410	362	479
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	659	694	675	828

Source : Merrill Lynch

ANAXIS AM

Anaxis est le spécialiste de la gestion crédit robuste pour les investisseurs convaincus des mérites d'une approche fondamentale basée sur la connaissance approfondie des sociétés. Depuis plus de dix ans, Anaxis se concentre sur la gestion crédit et a développé une expertise et des méthodes d'une fiabilité reconnue par ses clients.

Anaxis Asset Management
 9 rue Scribe
 75009 Paris

+33 (0)9 73 87 13 20
 info@anaxis-am.com
 www.anaxis-am.com

